



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT POUR 2017

Garder le cap dans un monde en évolution



1 | ACTIONS

- **Norman J. Boersma et Cindy L. Sweeting**
Actions Value internationales
- **Peter A. Langerman**
Actions Deep Value internationales
- **Stephen H. Dover et Mark Mobius**
Actions émergentes
- **Evan McCulloch**
Actions sectorielles: biotech

2 | GLOBAL MACRO

- **Michael Hasenstab, Ph.D.**
Global Macro

3 | OBLIGATIONS

- **David Zahn**
Obligations européennes
- **Mark Boyadjian**
Bank Loans

4 | GESTION ALTERNATIVE

- **David C. Saunders, Brooks Ritchey et Robert Christian**
Stratégies alternatives

5 | MULTI-ASSET

- **Matthias Hoppe**
Thèmes liés à la volatilité des marchés

QUELS SONT LES RISQUES?

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. Les investissements étrangers impliquent des risques spécifiques, y compris les fluctuations de change, l'instabilité économique et les évolutions politiques. Les investissements dans les marchés émergents et les marchés frontières impliquent des risques encore plus importants liés aux mêmes facteurs, en plus des risques liés à une taille de marché plus petite, moins de liquidité et un manque de cadres juridique, politique, commercial et social pour encadrer les marchés boursiers. Parce que ces cadres sont souvent moins développés dans les marchés frontières, et que certains facteurs, tels qu'une hausse potentielle extrême de la volatilité, l'illiquidité, les barrières commerciales et le contrôles des change entrent également en compte, les risques associés aux marchés émergents sont souvent amplifiés sur les marchés frontières. Les prix des obligations évoluent en général en sens inverse de celui des taux d'intérêt. Par conséquent, le prix des obligations dans un portefeuille s'ajuste à une hausse des taux, et la valeur du portefeuille peut diminuer. L'évolution de la situation financière d'un émetteur obligataire ou de sa notation peut également affecter sa valeur. Les loans Floating-rate et les obligations corporate high-yield sont notées en dessous d'investment grade et sont sujettes à des risques de défaut plus importants, ce qui peut résulter en une perte de capital – risque qui peut être amplifié dans une économie ralentie. Le cours des actions peut fluctuer, parfois de manière rapide et imprévue en raison de facteurs qui impactent des entreprises individuelles, des industries ou secteurs particuliers ou les conditions de marché en général.

Actions Value Internationales



Norman J. Boersma, CFA
Chief Investment Officer
Templeton Global Equity Group



Cindy L. Sweeting, CFA
Director of Portfolio Management
Templeton Global Equity Group

Perspectives 2017:

« Nous pensons que les actions value bénéficieront des taux d'intérêt faibles et de l'inflation en hausse prévus en 2017. Ces conditions peuvent en effet être favorables à ces titres et aux investisseurs privilégiant activement les entreprises dont les prix paraissent sous-estimés par rapport à leurs fondamentaux. Les secteurs les mieux positionnés sont selon nous ceux qui présentent une corrélation positive avec les rendements nominaux, à savoir la finance, les ressources naturelles et la consommation cyclique, qui composent en majorité les indices d'actions value en ce moment. Dans certains cas, les actions de ces secteurs affichent une décote historique par rapport au reste du marché (à mi-novembre), offrant donc un potentiel haussier considérable. »

En cette fin d'année 2016, les signes d'inflexion des marchés ne cessent de se multiplier et créent des opportunités pour les investisseurs *value* axés sur les fondamentaux. Tout semble annoncer que la prochaine étape des politiques de relance passera par une augmentation des mesures budgétaires et des dépenses financées par les déficits.

Inflation, taux d'intérêt et anti-mondialisation

Contrairement à la relance monétaire, qui crée un surplus d'épargne parmi les propriétaires d'actifs déjà aisés, la relance budgétaire a vocation à soutenir la croissance économique en canalisant l'argent vers ceux qui sont susceptibles de le dépenser. Toutefois, le financement des mesures de relance risque de poser problème étant donné le niveau déjà record de la dette publique internationale à mi-novembre (plus du double de la taille de la production économique mondiale). Selon nous, rares sont les pays qui peuvent se permettre de laisser les taux réels augmenter avec des finances publiques dégradées : par conséquent, nous pensons que la relance s'accompagnera probablement du maintien de la répression financière (taux d'intérêt faibles pour réduire le coût du financement).

Même si les taux réels resteront probablement faibles, l'inflation en revanche devrait accélérer, sous l'effet non seulement des dépenses financées par les déficits mais aussi du recours accru aux barrières à l'entrée, car les politiques protectionnistes et

anti-mondialistes risquent de renchérir les prix des biens et des services. Selon nous, les responsables politiques ont tout intérêt à ce que l'inflation progresse dans l'environnement actuel, car les autres moyens de désendettement (austérité, croissance et défauts) se révèlent soit insuffisants, soit inenvisageables. Le succès de cette prochaine phase de relance politique dépendra du degré de contrôle qu'auront les responsables sur les variables économiques avec les nouvelles mesures à leur disposition. On a beaucoup parlé de « la fin du néo-libéralisme », et il ne fait pas de doute que cette doctrine est menacée par les forces obstructionnistes et anti-mondialistes à l'œuvre en ce moment dans le monde ; pour autant, nous ne prévoyons pas un rejet en bloc du concept d'économie de marché, alimentée par l'offre, introduit par Ronald Reagan et Margaret Thatcher.

En revanche, nous pensons que le « laissez-faire » capitaliste sera probablement recentré à l'intérieur des frontières. Dans ce contexte, les politiques dans l'oeil du cyclone seront probablement celles qui sont perçues comme des menaces pour la création d'emplois à l'échelle nationale (dans les domaines de l'immigration, de la délocalisation, des accords commerciaux et de la « manipulation de devise »), alors que celles qui donneront le sentiment de soutenir la croissance économique intérieure (dépenses d'infrastructures, réductions d'impôts et déréglementation nationale) auront certainement le vent en poupe.

L'investissement « value » en 2017

Quelles seront les conséquences de cet environnement pour les actifs financiers ? Selon nous, le contexte sera raisonnablement favorable aux actions mondiales. Après tout, les actions sont des parts du capital d'entreprises, et les entreprises sont généralement en mesure de répercuter la hausse des coûts de production dans leurs prix de vente, ce qui leur permet potentiellement de résister à la hausse de l'inflation.

D'un autre côté, les conditions seront probablement défavorables aux porteurs de titres dont le revenu est fixe ou qui ne s'adaptent pas à l'évolution des prix (c'est le cas des obligations). On peut également s'attendre à des difficultés pour les « bond proxies », les actions présentant des caractéristiques proches de celles des obligations et que l'on trouve dans des secteurs comme les biens de consommation de première nécessité et les services aux collectivités, qui sont historiquement les plus corrélés (négativement) aux rendements nominaux.

Ces secteurs sont d'autant plus menacés que leurs valorisations fin 2016 sont relativement élevées. En revanche, les secteurs les mieux positionnés sont ceux qui présentent une corrélation historique positive avec les rendements nominaux, à savoir la finance, les ressources naturelles et la consommation cyclique, qui composent en majorité les indices d'actions sous-évaluées en ce moment. Dans certains cas, les actions de ces secteurs affichent une décote historique par rapport au reste du marché (à mi-novembre), offrant donc un potentiel haussier considérable.

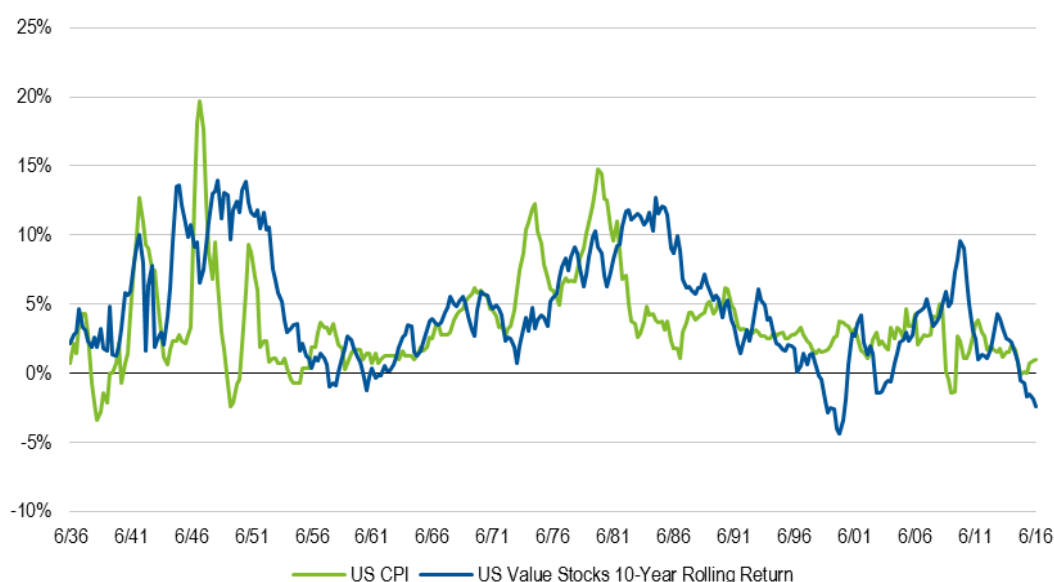
D'après une base de données d'actions sous-évaluées américaines et les recherches de Ken French, Professeur de finance au Dartmouth College, au cours des 100 dernières années, la performance du style *value* (définie par les ratios cours/valeurs comptables) a montré une corrélation importante avec l'inflation.

Par conséquent, l'histoire montre que pendant les périodes de hausse de l'inflation, il est effectivement bénéfique de détenir des actions, mais surtout des actions sous-évaluées. La corrélation de ces titres avec l'inflation témoigne d'un biais cyclique souvent évident dans l'univers *value*, mais aussi de la nature des valorisations à travers différents régimes de taux d'intérêt. Globalement, des taux d'intérêt en baisse réduisent le coût du capital pour les entreprises, ce qui augmente la valeur actuelle nette de leurs flux de trésorerie futurs (ce qui correspond aux valorisations).

Ce type d'environnement, qui selon nous prévaudra l'année prochaine, peut donc soutenir les actions sous-évaluées et bénéficier aux investisseurs privilégiant activement les entreprises dont les prix semblent sous-estimés par rapport à leurs fondamentaux. De nos jours, ces investisseurs semblent être de moins en moins nombreux, sur un marché dominé par des fonds souverains insensibles aux prix et des approches de gestion indicielle agnostiques vis-à-vis des fondamentaux. Néanmoins, nous pensons que les adeptes de la gestion *value* ayant su conserver leur discipline et leurs convictions pendant ce cycle difficile pourraient bientôt voir leur patience récompensée.

Base de données d'actions *value* américaines : Performance sur 10 années glissantes vs. inflation

Juin 1936 - juin 2016



Source : Base de données Ken French, Thomson Reuters Datastream, analyse Bernstein. Données au 30/06/2016. Inflation représentée par l'indice américain des prix à la consommation. **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.** Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Actions Deep Value Internationales



Peter A. Langerman
Chairman, President and Chief Executive Officer
Franklin Mutual Series

Perspectives 2017:

« Notre optimisme quant à l'amélioration des conditions de l'économie mondiale et des marchés financiers en 2017 est contrebalancé par les incertitudes élevées, qui présentent un ensemble dynamique d'opportunités et de défis pour les investisseurs bottom-up axés comme nous sur les actions value. »

Selon plusieurs indicateurs, les économies et les marchés financiers mondiaux semblent aborder 2017 en bien meilleure posture qu'au début de l'année 2016 : la croissance de l'économie mondiale, bien que toujours modérée, montre des signes d'amélioration au second semestre 2016 ; les marchés du travail des pays développés se sont progressivement tendus ; les résultats des entreprises aux États-Unis se sont stabilisés ; et les fondamentaux du pétrole brut se dirigent lentement vers une situation de rééquilibrage.

Toutefois, les élections présidentielles américaines en novembre 2016, le Brexit voté par le Royaume-Uni en juin 2016 et l'incertitude entourant le relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine (Fed) sont quelques-uns des facteurs pouvant générer de la volatilité à court terme et avoir des répercussions à long terme sur les fondamentaux des secteurs et des entreprises.

Évolution du paysage des investissements : Potentiellement favorable avec de nombreuses incertitudes

Pour commencer, il est important de faire une distinction entre les impacts fondamentaux et temporaires. Certaines décisions géopolitiques et gouvernementales peuvent avoir des répercussions à long terme qui justifient un ajustement des perspectives fondamentales de certaines entreprises ou industries. En revanche, les événements qui génèrent des perturbations temporaires n'altèrent pas notre approche d'investissement. Nous considérons plutôt les périodes de volatilité comme des points d'entrée potentiels pour renforcer ou initier des positions sur les entreprises aux profils de rendement/risque que nous jugeons intéressants.

Au-delà de la victoire inattendue de Donald Trump, les Républicains ont donné un grand « coup de balai » qui leur confie à la fois le pouvoir exécutif et législatif des États-Unis, ce qui pourrait avoir des répercussions importantes sur plusieurs secteurs. L'assouplissement des réglementations dans la santé et la finance, notamment la possibilité de modifier l'Affordable Care Act, la loi Dodd-Frank et le Consumer Protection Act, aura probablement une incidence positive sur les valeurs pharmaceutiques et bancaires. Les dépenses d'infrastructure sont un domaine que privilégiaient les deux candidats, et un programme de dépenses important serait un puissant catalyseur pour les entreprises du secteur industriel.

De plus, une dispense fiscale sur les capitaux rapatriés et/ou une réforme de l'impôt sur les sociétés pourraient encourager les entreprises américaines à ramener dans le pays des milliers de milliards de dollars détenus à l'étranger qui, si l'histoire se répète, seront en grande partie utilisés sous la forme de dividendes exceptionnels, de rachats d'actions et de fusions-acquisitions.

En Europe, le Brexit semble pour le moment avoir eu une incidence limitée sur les économies et les marchés ; sa conséquence la plus notable a été le net recul de la livre sterling. Toutefois, le vrai test devrait débuter en mars 2017, si le Premier ministre britannique Theresa May invoque bel et bien l'article 50 du Traité de Lisbonne, comme elle s'y est engagée. Nous pensons que l'Union européenne fera preuve d'une relative fermeté dans ses négociations avec le Royaume-Uni afin de dissuader les électeurs des autres pays de l'Union européenne à suivre son exemple.

Selon nous, la possibilité d'un ralentissement de la croissance économique britannique continuera sûrement de peser sur les prix des valeurs cycliques tournées vers l'économie intérieure. Parallèlement, nous pensons que les grandes multinationales issues du Royaume-Uni devraient continuer de profiter de l'affaiblissement de la livre sterling.

D'autres événements politiques majeurs figurent sur le calendrier européen en 2017, notamment les élections législatives aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. Les résultats des élections en Europe et les relations de la nouvelle administration américaine avec l'Europe et la Russie, ainsi que des accords commerciaux étrangers, pourraient avoir des répercussions importantes sur le sentiment des investisseurs. L'une des conséquences les plus frappantes de l'élection américaine a été la sortie des investisseurs de certains segments du marché actions européen considérés depuis longtemps comme des « bond proxies » au profit de secteurs auparavant impopulaires, comme la finance ou l'industrie. La rotation sectorielle en réponse au résultat de l'élection pourrait s'intensifier si les taux d'intérêt américains continuent de progresser et si des chocs potentiellement déstabilisants en géopolitique ou dans le domaine du commerce extérieur sont évités.

En Chine, la réforme structurelle se poursuit doucement. L'impact de la fermeture des capacités industrielles inefficaces se fera particulièrement ressentir dans le système bancaire en difficulté. Nous pensons que les banques peuvent surmonter ce problème, même si nous anticipons des pressions sur les bénéfices et des recapitalisations. La nouvelle inconnue entourant la Chine est la possibilité d'un accroissement des tensions liées au commerce et d'une guerre commerciale avec les États-Unis. Nos meilleures opportunités d'investissement en Chine demeurent dans les secteurs principalement exposés à la demande intérieure. Selon nous, les secteurs sensibles au commerce, à l'exception notable des entreprises qui peuvent bénéficier de l'augmentation des dépenses d'infrastructure américaines, sont soumis à des incertitudes accrues.

Répercussions de l'évolution de l'environnement de taux d'intérêt

On prévoit toujours de nouveaux relèvements des taux d'intérêt américains, même si leur calendrier et leur nombre sont encore inconnus. Selon nous, une pentification de la courbe favorisée par les resserrements de taux de la Fed devrait avoir un impact positif sur les actions du secteur financier, y compris celles des entreprises étrangères très exposées au marché américain.

Les hausses de taux pourraient en revanche pénaliser davantage les entreprises en difficulté cherchant à emprunter ou refinancer leur dette pour « tenir plus longtemps », mais également stimuler les opérations de fusion-acquisition pour les sociétés souhaitant financer leurs transactions avec de la dette à taux faible.

Nous restons globalement prudents à l'égard des banques non américaines car leur performance souffre des taux plus bas, d'une croissance du crédit globalement anémique et des exigences réglementaires plus élevées en matière de fonds propres et de liquidité. Toutefois, un débat semble voir le jour parmi les investisseurs sur les limites techniques et l'efficacité économique finale des programmes d'assouplissement quantitatif, surtout des politiques de taux d'intérêt négatifs (NIRP). Selon nous, les taux négatifs en Europe et au Japon n'ont pas les effets stimulants escomptés. Nous pensons que l'implication accrue des politiques budgétaires en Europe, que certains appellent de plus en plus fort, pourrait être favorable à la croissance et soutenir potentiellement les actions.

Actions Emergentes



Stephen H. Dover, CFA
Chief Investment Officer
Templeton Emerging Markets Group et
Franklin Local Asset Management



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

Perspectives 2017:

« Globalement, le sentiment vis-à-vis des marchés émergents peut continuer de s'améliorer. Nous restons cependant attentifs à la volatilité et aux autres risques. »

2016 a mal commencé pour les actions des marchés émergents, affaiblies par les inquiétudes entourant l'économie chinoise et la baisse des cours pétroliers. Toutefois, l'année progressant, le sentiment s'est amélioré et le marché s'est redressé, formant selon nous une assise robuste pour les performances en 2017.

Croissance solide, soutenue par la dynamique et les valorisations

Suite aux dernières statistiques publiées, nous pensons que l'économie des pays émergents va poursuivre son embellie l'année prochaine, ce qui peut être une bonne nouvelle pour la croissance des chiffres d'affaires et des bénéfices des entreprises.

Alors qu'à l'heure actuelle, beaucoup de pays émergents affichent un produit intérieur brut (PIB) en hausse, il est probable que d'autres économies plus massives, comme la Chine et la Russie, connaissent aussi une amélioration pendant les prochaines années. Dans ces deux pays, l'activité continue de se contracter, mais la trajectoire est favorable et peut beaucoup influencer sur le taux de croissance global du bloc des marchés émergents si la tendance se maintient. La croissance chinoise, qui inquiète tant les observateurs, donne des signes de stabilité et reste très soutenue par rapport à celle de nombreuses autres grandes économies : au 3^{ème} trimestre 2016, le PIB a progressé de 6,7 % sur un an, un rythme comparable à celui des deux trimestres précédents.

Dans l'ensemble, nous pensons que les pays émergents afficheront une croissance plus rapide en 2017, solide et nettement supérieure à celle attendue dans les pays développés.

Il reste encore un important écart à combler en termes de PIB par habitant, d'où l'existence de perspectives de croissance robustes à long terme. De plus, nos prévisions s'appuient sur d'autres facteurs économiques.

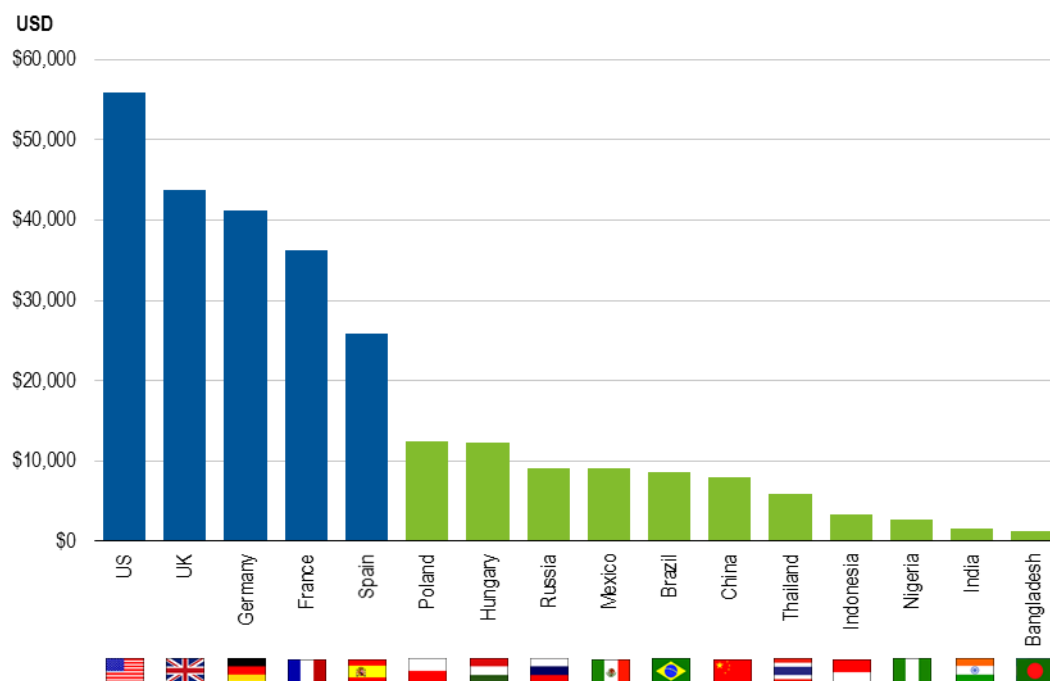
Premièrement, dans l'ensemble, les économies manufacturières ont retrouvé une balance courante excédentaire et les pays exportateurs de matières premières ont accompli des progrès dans la réduction de leurs déficits.

Deuxièmement, les ratios dette/PIB des pays émergents sont généralement inférieurs à ceux des pays développés, ce qui leur donne une assise plus stable et, nous le pensons, plus durable. Enfin, les différentiels de taux d'intérêt sont importants, ce qui donne aux pays émergents une plus grande marge de manœuvre pour l'avenir.

On a souvent parlé de « quête de rendement » ces dernières années, mais la question est toujours centrale pour de nombreux intervenants de marché. Étant donné le niveau faible (sinon négatif) des rendements souverains dans le monde, nous continuons de penser que les investisseurs vont privilégier les actions émergentes, car celles-ci offrent de bonnes perspectives de revenu. Ainsi, l'indice MSCI Emerging Markets¹ présentait un rendement du dividende de 2,5 % le 31 octobre 2016, et depuis le début de l'année, la classe d'actifs a fait l'objet de collectes positives, dues en partie à son revenu intéressant. Cela faisait cependant suite à trois années de décollectes ; les flux d'investissement sur les marchés émergents en 2017 seront donc une tendance à surveiller.

PIB par habitant : marchés émergents (barres vertes) et marchés développés (barres bleues)

2015



Source : Bloomberg, Banque mondiale Données au 04/10/2016. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

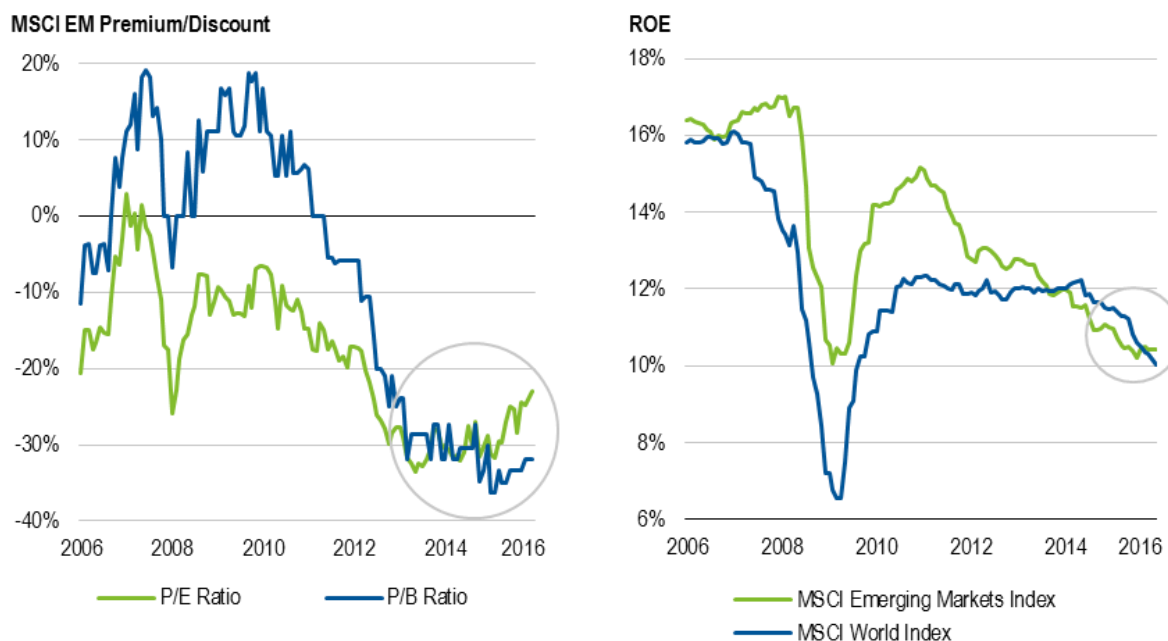
En termes de valorisations, l'indice MSCI Emerging Markets affiche une décote importante par rapport au MSCI World au regard des ratios cours/bénéfices, par exemple. La croissance des bénéfices s'est nettement améliorée sur les marchés émergents en 2016 et nous prévoyons une poursuite de cette tendance, grâce à la stabilisation des économies et des fondamentaux des entreprises.

Valorisations des marchés émergents : Un rebond qui ne fait que commencer ?

Valorisations : MSCI Emerging Markets vs. MSCI World (graphique de gauche)

Rentabilité des capitaux propres : MSCI Emerging Markets vs. MSCI World (graphique de droite)

Octobre 2006 - septembre 2016



Source : Bloomberg, Nomura Research. MSCI n'offre aucune garantie et décline toute responsabilité quant aux données MSCI reproduites dans le présent document. Aucune redistribution ou utilisation n'est autorisée. Ce rapport n'est pas établi ou approuvé par MSCI. Données au 30/09/2016. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

Opportunités et défis selon les secteurs

Les secteurs de la consommation et des technologies de l'information nous paraissent particulièrement intéressants dans l'environnement actuel. Dans la consommation, certaines valeurs peuvent aider à s'exposer efficacement à l'expansion économique des pays émergents, et notamment à la croissance des dépenses, car l'élévation des niveaux de richesse favorise l'essor d'une classe de consommateurs. Les technologies de l'information sont de plus en plus complètes et compétitives dans les pays émergents, et même si nous considérons avec prudence la hausse rapide de certaines valeurs chinoises liées à Internet, le secteur offre selon nous un potentiel d'appréciation sur l'ensemble des marchés de la classe d'actifs. Certaines sociétés liées aux matières premières présentent encore des valorisations attrayantes, bien que les cours pétroliers, par exemple, soient actuellement nettement supérieurs à leurs plus bas de 2016.

Nous nous méfions toujours des banques chinoises, car la comptabilisation des prêts non performants assombrit nos perspectives pour les sociétés financières du pays. Toujours en Chine, le secteur immobilier connaît lui-aussi un rebond prononcé après une longue phase de ralentissement, mais nous préférons ne pas y participer pour l'instant en raison des risques liés au surendettement et à la réglementation.

Small caps : petites mais attrayantes

Nous continuons d'apprécier les petites capitalisations asiatiques, qui sont particulièrement exposées au solide potentiel de croissance anticipé dans la région sur le long terme. Cela vient notamment du fait que ces sociétés sont souvent plus axées sur leur marché domestique, et donc moins vulnérables aux facteurs économiques défavorables au niveau mondial. Globalement, leurs cours de Bourse reflètent la croissance plus forte attendue des plus petites sociétés, mais comme les entreprises de cette taille sont courantes en Asie, les chances de découvrir des anomalies de valorisation sont également très nombreuses. En règle générale, ces anomalies proviennent du fait que la couverture des petites sociétés par les analystes est souvent insuffisante.

Politique de la Réserve fédérale américaine : un obstacle majeur pour les marchés émergents ?

La politique monétaire de la Fed est toujours source d'appréhension pour beaucoup d'investisseurs des marchés émergents. Les relèvements de taux, s'ils sont opérés, seront certainement progressifs ; si toutefois il s'avère qu'ils sont plus rapides ou plus importants que prévu, une dégradation du sentiment et une hausse de la volatilité ne sont pas à exclure.

D'autres éléments mettront à l'épreuve l'économie mondiale, à commencer par les troubles géopolitiques, les fluctuations des devises, l'avancée des négociations sur le Brexit et l'évolution des prix des matières premières. Cela peut aussi être le cas d'événements politiques récents comme l'élection de Donald Trump, qui aura probablement des conséquences nombreuses pour les marchés du monde entier, notamment émergents, et qui risque également d'accroître la volatilité des actions. C'est un facteur que nous continuerons de surveiller étroitement. Cependant, nous pensons qu'il est important pour les investisseurs de prendre du recul et de ne pas se laisser influencer par des accès de volatilité à court terme.

Gestion active : être prêt en cas de changement

Globalement, le sentiment vis-à-vis des marchés émergents peut continuer de s'améliorer. Nous restons cependant attentifs à la volatilité et aux autres risques. Nous pensons que les actions émergentes peuvent bénéficier de la quête de rendements, de l'amélioration de la perception du risque des marchés émergents et du soutien d'économies robustes.

Mais les marchés sont dynamiques et versatiles. Par conséquent, quel que soit l'environnement en 2017, nous sommes convaincus que la gestion active de notre équipe mondiale expérimentée permettra d'ajuster habilement nos positions pour profiter des meilleures opportunités d'investissement lorsqu'elles se présenteront.

Nouveauté dans l'équipe

Comme prévu, Dr. Mark Mobius, Président exécutif de Templeton Emerging Markets Group (TEMG), a transféré sa fonction de gestion quotidienne du groupe à Stephen Dover, Directeur des investissements.

1. Source : FactSet, MSCI, au 31/10/16. **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**
CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Actions Sectorielles: Biotech



Evan McCulloch, CFA
Director of Equity Research
Franklin Equity Group

Perspectives 2017:

« Nous apprécions les entreprises qui ont ciblé leurs efforts sur le développement de nouveaux médicaments, les nouveaux composés et certains domaines quasiment inexplorés, et nous investissons de manière sélective dans des domaines tels que les traitements des maladies orphelines, la biologie et les produits associant médicaments et matériels médicaux. La montée en puissance de l'activité de développement et les nouveaux produits en cours de conception sont également deux tendances favorables face auxquelles la FDA s'est montrée relativement conciliante. »

Un cycle d'innovation potentiellement long se profile pour le secteur biotechnologique

A l'approche de 2017, les fondamentaux des secteurs de la biotechnologie et de la pharmacie nous semblent solides. Ces deux secteurs ont connu une vague d'innovation sans précédent et nous nous intéressons en particulier aux progrès réalisés dans l'oncologie, les traitements des maladies orphelines et les maladies neurologiques.

Nous apprécions les entreprises qui ont ciblé leurs efforts sur le développement de nouveaux médicaments, les nouveaux composés et certains domaines quasiment inexplorés, et nous investissons de manière sélective dans des domaines tels que les médicaments orphelins, la biologie et les produits associant médicaments et matériels médicaux.

La montée en puissance de l'activité de développement et les nouveaux produits en cours de conception sont également deux tendances favorables face auxquelles l'Agence américaine des produits alimentaires et des médicaments (FDA) s'est montrée relativement conciliante. Cette dernière est plutôt incitée à approuver les médicaments plus rapidement, et non le contraire. Il devient urgent de développer des traitements pour les maladies les plus graves, comme le cancer, les maladies d'Alzheimer et de Parkinson et l'hépatite B, par exemple. Nous nous intéressons tout particulièrement à l'immuno-oncologie, qui s'appuie sur le système immunitaire du corps pour lutter contre le cancer.

Des résultats incroyables ont déjà été enregistrés, qui ont permis de commercialiser de nombreux médicaments dans ce domaine. Nous apprécions également les innovations liées à la thérapie génique et à la manipulation des gènes. Diverses technologies sont actuellement développées pour corriger directement ou remplacer les séquences de gènes des patients qui entraînent une aggravation des maladies. Ces approches sont susceptibles de traiter des maladies qui peuvent être mortelles ou causer des désagréments chroniques.

S'adapter à la volatilité et à l'évolution des pressions politiques

Comme nous l'avons vu en 2016, les valeurs des secteurs des biotechnologies et de la pharmacie peuvent connaître des replis et des rebonds très prononcés. Cette volatilité ne devrait pas disparaître en 2017. Nous suivons attentivement la question des prix des médicaments, sujet prioritaire du gouvernement largement relayé par les médias, et source des incertitudes récentes. En outre, les divers systèmes de santé commencent à évoluer, d'un mécanisme reposant non plus sur les volumes mais sur les prix.

Ce scénario pourrait créer des opportunités et « bousculer » les prestataires et les fournisseurs. Au cours des douze derniers mois, le traitement médiatique et les pressions sur les prix des catégories de médicaments les plus répandus ont exacerbé le risque pesant sur le *pricing power* et les marges des entreprises.

Toutefois, depuis l'issue de l'élection présidentielle américaine début novembre, on parle plus d'un retrait ou d'un remplacement de la loi intitulée Affordable Care Act, et moins de la polémique sur les prix des médicaments qui avait inquiété les investisseurs en 2016. Ces dossiers vont très certainement rester sources d'incertitudes jusqu'à ce que l'administration républicaine s'en saisisse véritablement en 2017.

Du fait de notre approche de gestion à long terme, nous avons fait preuve d'opportunisme et avons profité des corrections pour prendre des positions sur certaines entreprises qui développent et commercialisent des médicaments innovants censés traiter des maladies rares. Selon nous, le meilleur moyen de se protéger des pressions (réelles ou perçues) sur les prix des médicaments grand public est d'investir dans des entreprises possédant des produits et des plateformes « différenciants » et des dispositifs innovants de recherche et développement (R&D).

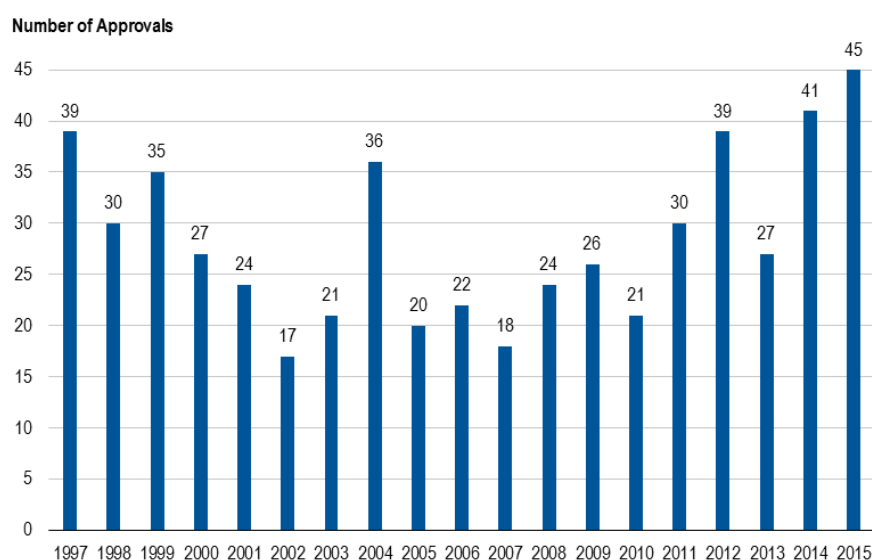
Certaines tendances pérennes, comme le vieillissement des populations dans de nombreux pays développés et l'augmentation de la consommation des produits médicaux et des services de santé dans les pays émergents seront favorables aux entreprises biotechnologiques innovantes sur le long terme. Les responsables politiques devraient finir par admettre que des systèmes de contrôle des prix sont susceptibles de freiner les investissements en R&D dans les secteurs de la biotechnologie et de la pharmacie et d'entraîner des désagréments dans la population, alors que de très nombreuses maladies peuvent être mieux prises en charge par des traitements novateurs.

Quelles que soient les mesures politiques envisagées sur le sujet, nous pensons que les acteurs impliqués ont bien compris qu'ils devraient protéger les perspectives de ces deux secteurs d'activité, notamment car les États-Unis sont le leader mondial de l'innovation biotechnologique. Par ailleurs, les propositions actuelles sont loin d'être des textes de loi et il n'existe à l'heure actuelle aucun mécanisme permettant aux responsables politiques ou au gouvernement de fixer directement le prix des produits pharmaceutiques aux États-Unis. Le marché américain est un marché libre. Qu'on le veuille ou non, les fabricants sont donc libres de déterminer le prix qu'ils souhaitent et de l'augmenter à leur discrétion. Pour résumer, nous pensons qu'aucune nouvelle législation susceptible d'avoir un impact négatif sur les sociétés biotechnologiques et pharmaceutiques ne sera votée en 2017. Des amendements administratifs mineurs pourraient néanmoins être proposés, par exemple sur le mécanisme de remboursement des médicaments dans le cadre du programme Medicare ou d'autres dispositifs.

Les opérations de fusions-acquisitions vont probablement augmenter et permettront aux entreprises de repenser leur stratégie, d'augmenter leur taille et de renforcer leur efficacité afin de suivre le rythme des évolutions technologiques et des politiques. De nombreux grands groupes pharmaceutiques se sont lancés dans une recherche active de relais de croissance via des acquisitions de petites sociétés biotechnologiques. Le développement de nouveaux médicaments est une activité difficile et risquée. C'est pourquoi les grandes entreprises cherchent souvent (et cela a été le cas récemment) à étoffer leurs projets de développement et à accroître leur croissance via des fusions-acquisitions.

Depuis la récession, l'innovation accélère les approbations de médicaments

Approbations de médicaments par la FDA
1997–2015



Source : Centre de la FDA pour l'évaluation des maladies et la recherche. A fin décembre 2015. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Global Macro



Michael Hasenstab, Ph.D.
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro

Perspectives 2017:

« Malgré l'accroissement des risques politiques dans les pays développés, nous identifions des opportunités intéressantes sur certains marchés émergents, ce qui nous rend optimistes pour l'année à venir. Nous anticipons toujours aussi une hausse de l'inflation aux États-Unis, car les tensions salariales augmentent, tandis que la zone euro et le Japon se démarquent nettement avec leur politique monétaire toujours accommodante. »

Sur l'ensemble de l'année 2016, les valorisations des bons du Trésor américain sont restées tendues, ignorant en grande partie la hausse de l'inflation sous-jacente et la solidité du marché du travail américain. Pendant le premier semestre, plusieurs intervenants de marché ont même avancé que l'inflation était devenue structurellement plus faible et que les risques déflationnistes étaient préoccupants. Nos recherches ont montré le contraire, et nous avons mis les investisseurs en garde contre ce qui nous semblait être des vulnérabilités exceptionnelles dans les valorisations des bons du Trésor américain et les risques asymétriques au niveau des expositions aux échéances plus longues.

Les marchés ont commencé à adopter ce point de vue en octobre, les rendements des bons du Trésor à 10 ans ayant alors légèrement progressé. En novembre, très rapidement après le résultat des élections américaines, on a pu observer une correction marquée des valorisations des bons du Trésor américain, car les marchés ont prestement rallié notre opinion de longue date, à savoir que les tensions inflationnistes s'accroissent. Une fois ces corrections entamées, elles ont été assez sévères sur une période très courte, témoignant des niveaux extrêmes atteints par les valorisations. La hausse des rendements américains s'est accompagnée d'une dépréciation du yen et de l'euro.

En 2017, nous pensons que les conditions sous-jacentes des pays développés qui ont rapidement affecté les valorisations récemment vont finir par s'ancrer et devenir plus marquées.

Nous anticipons une hausse de l'inflation aux États-Unis, car les tensions salariales augmentent et l'économie continue de progresser, tandis que la zone euro et le Japon se démarquent nettement des États-Unis. Ces tendances mondiales devraient continuer d'exercer des pressions sur les marchés obligataires des pays développés, mais aussi générer des opportunités importantes sur certains marchés émergents en devise locale où les rendements sont élevés et les devises semblent déjà extrêmement sous-évaluées, même si leurs fondamentaux économiques continuent de bien résister. Nous sommes optimistes à l'égard des valorisations de certains marchés émergents en Amérique latine et en Asie hors Japon, mais nous continuons de nous méfier des risques de durée dans les pays développés.

Nous anticipons une hausse des tensions inflationnistes aux États-Unis en 2017

Notre scénario de hausse de l'inflation aux États-Unis repose surtout sur la hausse des tensions salariales sur un marché du travail américain qui a connu le plein emploi sur l'ensemble de l'année 2016 et qui continue de se raffermir, accompagné d'une politique monétaire excessivement accommodante et d'une politique budgétaire qui devrait devenir plus expansionniste.

L'indice sous-jacent des prix à la consommation (IPC) est resté supérieur à 2,0 % tout au long de 2016 et devrait maintenir sa trajectoire haussière.

Enfin, nous pensons que l'inflation globale va dépasser 3,0 % début 2017, car les effets de base liés à la baisse des cours pétroliers l'année dernière sont en train de disparaître du calcul. De plus, nous anticipons une escalade des dépenses publiques avec la nouvelle administration américaine, notamment via l'augmentation des projets d'infrastructure, ce qui pourrait accroître les tensions inflationnistes actuelles, et doper la croissance et le niveau des émissions de bons du Trésor américain.

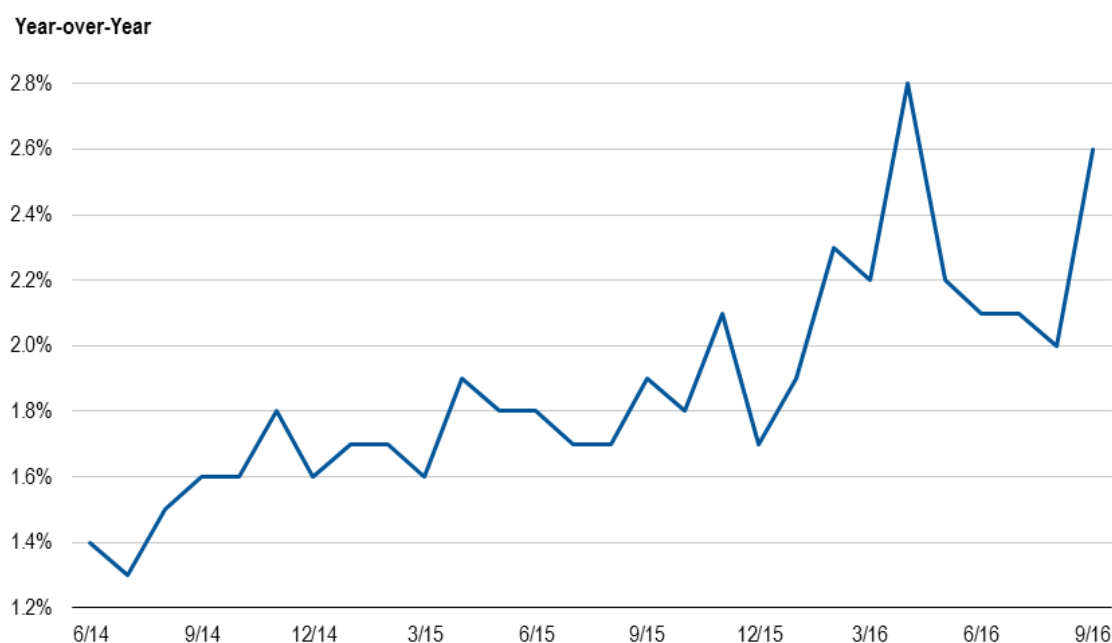
Si la prochaine administration impose des restrictions commerciales et des tarifs douaniers, cela risque de faire grimper le coût des biens aux États-Unis. Globalement, nous pensons que l'inflation va dépasser l'objectif de la Réserve fédérale américaine (Fed) d'ici le début de l'année 2017 et que la Fed devra continuer à relever ses taux. Nous anticipons aussi des scénarios où le marché continue de faire grimper les rendements quel que soit le calendrier de la Fed.

Selon nous, l'euro et le yen resteront faibles

À mesure que les taux progresseront aux États-Unis, nous anticipons un raffermissement continu du dollar américain face à plusieurs devises vulnérables, plus particulièrement l'euro et le yen. La tendance baissière de l'euro et du yen s'est confirmée en octobre sous l'effet de la hausse des rendements des bons du Trésor américain tandis que la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BOJ) maintenaient des politiques monétaires très accommodantes.

Maintien de la hausse des tensions salariales en 2016

Traitements et salaires : Indice du coût du travail dans le secteur privé
De juin 2014 à septembre 2016



Source : US Bureau of Labor Statistics. Données au 30/09/2016. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

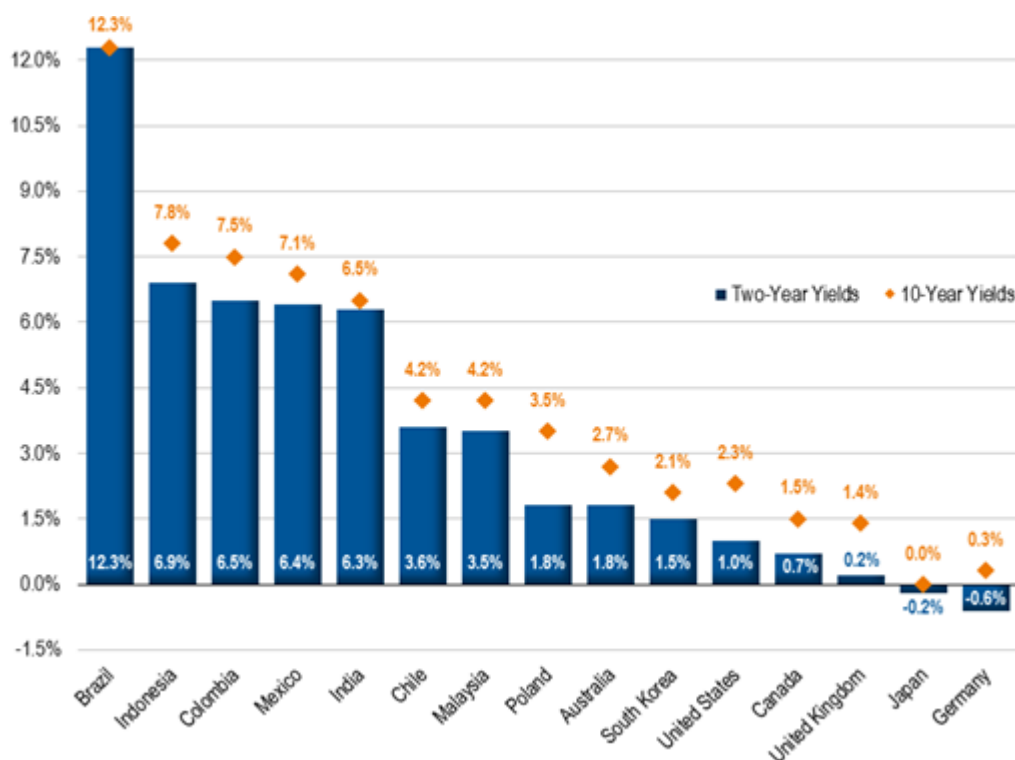
Selon nous, certains marchés émergents continuent de bien résister et d'être sous-évalués

Sur les marchés émergents, nous identifions toujours des écarts importants entre les économies vulnérables et les plus solides. Les marchés se sont montrés hostiles à un grand groupe de marchés émergents au lendemain des élections américaines de novembre, de crainte que les politiques américaines protectionnistes ne pénalisent le commerce mondial. Toutefois, nous avons noté une évolution de la rhétorique de la prochaine administration, ses allusions à d'importants droits de douane laissant la place à un juste équilibre entre libre-échange et commerce loyal. Il y a plusieurs scénarios où les impacts réels des ajustements de la politique commerciale sur certains marchés émergents pourraient être minimes, voire négligeables selon nous.

En outre, plusieurs marchés émergents ont déjà subi des chocs violents l'année dernière et semblent bien plus résistants que les marchés ne semblent le penser en cas de hausse du coût des échanges commerciaux. En fait, plusieurs marchés émergents ont nettement amélioré leur résistance lors la dernière décennie en augmentant leurs coussins de réserves de change, en faisant en sorte que leurs soldes courants deviennent excédentaires ou presque à l'équilibre, en améliorant leurs soldes budgétaires et en réduisant leurs dettes en dollars américains.

Les rendements obligataires sont nettement plus élevés dans certains marchés émergents

Rendements des emprunts d'État à 2 et 10 ans
Au 15 novembre 2016



Source : Bloomberg. Ce graphique n'est présenté qu'à titre d'illustration et ne représente aucunement la performance ou la composition des compartiments de Franklin Templeton Investments. **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.** Investir dans les marchés émergents comporte des risques accrus, notamment liés aux fluctuations des devises et aux incertitudes économiques et politiques. Les obligations à plus haut rendement assorties d'une note de solvabilité faible sont généralement soumises à un plus grand risque de défaut et de perte du principal. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

Nous anticipons un redressement du peso, car la banque centrale mexicaine continue d'utiliser sa politique pour soutenir la devise et que les marchés s'ajustent à sa juste valeur sous-jacente.

L'Indonésie est aussi un bon exemple de la résilience de certains marchés émergents. Les prix des matières premières se sont effondrés, les volumes commerciaux ont reculé et la croissance chinoise a ralenti, mais l'Indonésie enregistre toujours une croissance de 5 %, avec une balance courante équilibrée lorsque l'on inclut les investissements directs étrangers. De plus, certaines devises émergentes se sont massivement dépréciées en 2016, alors qu'aucun problème de solvabilité n'est à déplorer dans des pays comme l'Indonésie et la Malaisie.

Il y a vingt ans, beaucoup de ces pays auraient peut-être eu plus de mal à résister à des chocs concomitants liés à des politiques commerciales protectionnistes, aux prix des matières premières et aux taux de change. Mais ces pays sont aujourd'hui bien mieux armés pour faire face à ce type de changements macroéconomiques et à l'évolution des politiques commerciales mondiales.

Si le partenariat transpacifique ne devait pas voir le jour, ce ne serait pas une catastrophe pour des pays comme l'Indonésie. La région aurait très certainement bénéficié de ce type d'accord commercial, mais l'Indonésie est déjà solide et ne dépend pas d'un accord commercial amélioré pour continuer à bien se porter. Les marchés ont tendance à ne voir que l'impact des discours théoriques de politique commerciale en surface, mais les fondamentaux sous-jacents reflètent une situation bien plus solide.

Globalement, en 2017, les risques de montée du populisme en Europe et aux États-Unis et les possibles répercussions de politiques commerciales protectionnistes devront être suivis attentivement. Malgré la hausse des risques politiques dans les pays développés, nous identifions plusieurs opportunités intéressantes sur certains marchés émergents, ce qui nous rend optimistes pour l'année à venir. Paradoxalement, plusieurs pays d'Amérique latine comme le Brésil, l'Argentine et la Colombie se sont récemment détournés d'expériences infructueuses avec le populisme au profit de politiques plus classiques, en adoptant des approches favorables aux marchés et prudentes sur le plan budgétaire, tout en maintenant une politique monétaire crédible, des environnements favorables aux entreprises et un commerce ouvert sur l'extérieur.

Nous continuons de privilégier des opportunités sous-évaluées sur les marchés émergents en devise locale plutôt que des positions surévaluées et à faible rendement dans les pays développés. Nous espérons qu'en 2017 les pays développés qui s'essayeront au populisme pourront éviter ses répercussions négatives en renouant plutôt avec des politiques plus orthodoxes qui ont déjà fait leurs preuves.

Obligations européennes



David Zahn, CFA, FRM
Head of European Fixed Income
Franklin Templeton Fixed Income Group

Perspectives 2017:

« *L'incertitude politique devrait se poursuivre mais les fondamentaux macroéconomiques européens s'améliorent.* »

La victoire de Donald Trump lors de l'élection présidentielle a renforcé la volatilité politique déjà élevée en Europe après la sortie de l'UE décidée par le Royaume-Uni lors d'un référendum organisé en juin dernier (Brexit). Les échéances électorales en France et en Allemagne pourraient également donner lieu à des issues inattendues. Malgré tous les événements politiques, il faut garder à l'esprit que les fondamentaux sous-jacents de la zone euro se sont améliorés.

Cette reprise lente mais régulière devrait se poursuivre, notamment grâce à la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), que cette dernière va probablement prolonger jusqu'à ce que les statistiques économiques témoignent d'une reprise vraiment durable.

Les nombreuses échéances électorales assombrissent l'avenir

En 2017, le taux de croissance de la zone euro devrait rester plus ou moins le même qu'en 2016. Certains facteurs structurels, comme les tendances défavorables en matière de démographie, ne faciliteront pas le relèvement des taux, lesquels sont assez proches du taux de croissance tendanciel de la région. Nous tablons toutefois sur une remontée probablement assez soutenue de l'inflation.

Depuis que le plus bas atteint par les prix du pétrole a fait retomber l'inflation en territoire négatif au début de l'année 2016, cette dernière s'est redressée. Et selon nous, elle devrait poursuivre sa progression au cours des 12 prochains mois dès que la remontée du prix du baril se répercutera sur les données.

De même, le caractère probablement expansionniste de la politique budgétaire américaine sous la houlette de l'administration Trump pourrait doper l'inflation, non seulement aux États-Unis mais aussi dans les autres régions. Toutefois, comme le taux d'inflation en zone euro est parti d'un niveau très bas en 2016, il reste probablement inférieur à l'objectif de 2 % de la BCE en 2017.

Au-delà du contexte économique, les investisseurs doivent aussi tenir compte des nombreuses échéances électorales en Europe en 2017. Après la victoire de D. Trump aux États-Unis, il sera intéressant de voir si les candidats populistes en Allemagne et en France parviennent à obtenir un soutien accru. Pour l'Europe, l'élection de D. Trump a surtout des conséquences liées au commerce et aux relations internationales.

L'administration Trump pourrait avoir une certaine influence sur les négociations du Brexit entre le Royaume-Uni et les autres pays de l'Europe, notamment sur les modalités de sortie. Pendant sa campagne, D. Trump a largement soutenu le Brexit et les politiques qu'il adoptera une fois à la Maison Blanche pourraient inciter les dirigeants européens à reconsidérer en partie leur vision du Brexit. D. Trump a par exemple déclaré que les partenaires militaires des États-Unis devraient accroître leurs dépenses militaires. Le Royaume-Uni et l'Europe voudront probablement conserver un front uni dans ce domaine compte tenu du budget militaire important des Britanniques par rapport à l'Europe. Même si la présidence de D. Trump pourrait entraîner des changements significatifs, il faudra du temps pour que ses politiques soient mises en pratique.

S'agissant des négociations sur le Brexit, la détermination du gouvernement britannique à agir rapidement pourrait réduire la probabilité d'une issue optimale. Les candidats aux élections présidentielles en France et en Allemagne ne voudront probablement pas proposer des conditions trop favorables au Royaume-Uni. L'impact d'un tel accord serait probablement négatif pour l'économie britannique et sous-estimé pour l'UE. Étant donné sa croissance modeste, l'économie européenne peut difficilement se permettre de perdre un tel partenaire commercial.

La BCE devrait opter pour la prudence

Dans le contexte de la zone euro (croissance atone, inflation faible et incertitudes politiques), la BCE va privilégier la continuité de ses politiques accommodantes. Même si la BCE peut ajuster les différents leviers de ses politiques, elle maintiendra très certainement le caractère très accommodant de sa politique monétaire pendant l'essentiel de l'année 2017. Tant que les statistiques ne s'améliorent pas, il est peu probable que les dirigeants prennent le risque de remettre en cause la reprise jusqu'ici fragile de la région en réduisant progressivement leurs mesures de relance monétaire, car cela serait synonyme de durcissement de leur politique.

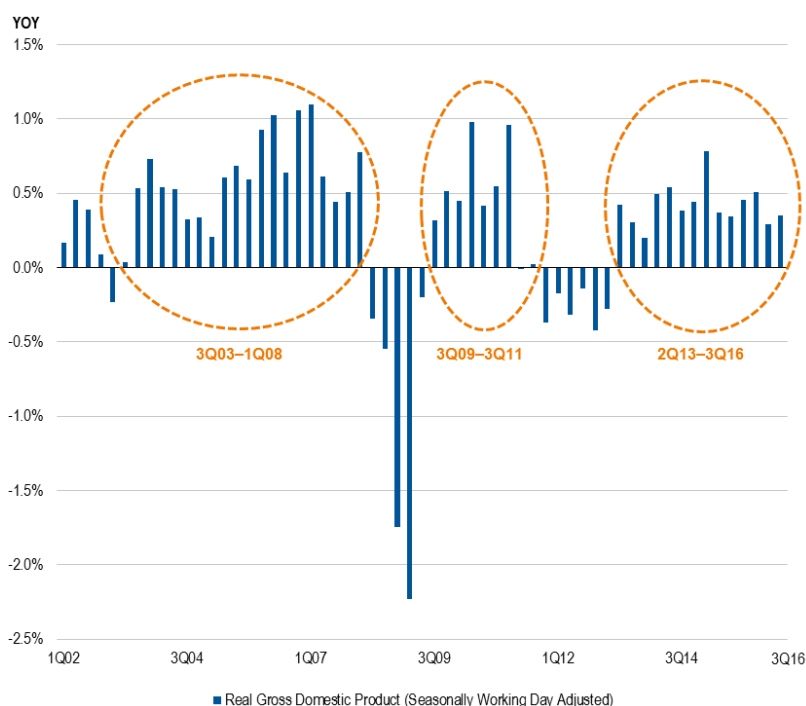
Quelles sont les conséquences de ces perspectives sur les marchés obligataires européens en 2017 ? Premièrement, nous pensons que les rendements obligataires européens resteront relativement « ancrés » en raison de la poursuite des politiques accommodantes de la BCE.

Deuxièmement, les incertitudes politiques pourraient entraîner de nouveaux épisodes de volatilité, et les anomalies de valorisation qui en résulteraient seraient sources d'opportunités d'investissement attractives.

La zone euro dans une phase de reprise lente

Produit intérieur brut réel de la zone euro

Au 30 septembre 2016



Source : Eurostat. La zone euro regroupe 19 États membres de l'Union européenne ayant adopté l'euro comme monnaie commune. Les cercles désignent les phases de reprise. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

Bank loans



Mark Boyadjian, CFA
Director of Floating Rate Debt Group
Franklin Templeton Fixed Income Group

Perspectives 2017:

« Notre analyse des *bank loans* indique que nous nous trouvons dans les derniers stades du cycle de crédit actuel. »

Un cycle de crédit à maturité exige de mettre l'accent sur la qualité

Notre analyse de la classe d'actifs des *bank loans* indique que nous nous trouvons dans les derniers stades du cycle de crédit actuel. Même si les fondamentaux des émetteurs de *bank loans* sont encore dans des fourchettes acceptables, certains indicateurs comme les ratios de couverture des intérêts et les ratios d'endettement montrent que la qualité du crédit se détériore progressivement. Nous pensons donc que cette tendance va se poursuivre et que le pic de qualité de crédit du marché est maintenant derrière nous. Quand ce cycle de crédit prendra fin, il restera dans les mémoires comme l'un des plus longs jamais expérimentés. Cela est dû en grande partie à une période prolongée de taux d'intérêt extrêmement faibles, qui ont à la fois réduit la charge d'intérêts pour les émetteurs et stimulé la demande en instruments à rendement.

Ces conditions ont accordé un sursis à certains émetteurs de faible qualité qui auraient dû faire défaut dans des conditions plus « normales » ; par conséquent, bien que nous n'anticipons pas de récession aux États-Unis l'année prochaine, nous pensons que les taux de recouvrement vont probablement être inférieurs aux attentes et que nous allons au-devant d'une période de défauts élevés, qui serait plus longue que la moyenne en cas de récession. C'est pour toutes ces raisons que nous avons délibérément adopté une stratégie cherchant à augmenter la qualité de nos investissements.

Des conditions techniques favorables qui peuvent se révéler problématiques

Compte tenu de l'appréciation sensible des prix sur le marché des *bank loans* depuis un an, la première difficulté pour atteindre nos objectifs sera d'identifier des opportunités répondant à nos critères de prix.

Difficulté qui sera probablement accrue par l'orientation des taux d'intérêt, celle-ci ayant favorisé un regain d'attention pour les actifs à taux variable, comme en témoigne la hausse modeste, mais régulière, des souscriptions dans les fonds exposés à ces titres. Selon nous, cette tendance pourrait s'accroître si, comme nous le prévoyons, la Réserve fédérale américaine continue de durcir sa politique monétaire.

Autre problème, la tendance qu'ont les prix à s'orienter dans la même direction quels que soient les actifs, soutenus par la liquidité des banques centrales. Malgré des profils très distincts en termes de caractéristiques de risque comme la qualité du crédit, la durée et l'exposition sectorielle, les actifs à rendement évoluent globalement à l'unisson en réponse aux interventions des banques centrales (ou aux anticipations de politique monétaire) plutôt qu'en fonction des fondamentaux de leurs classes d'actifs respectives.

Pourtant, nous pensons qu'une dissociation devient hautement probable à terme : si les taux américains continuent de progresser, les actifs à taux variable devraient bénéficier de leur risque de durée globalement plus faible et de leur priorité dans la structure du capital, comparé à des actifs à taux fixe d'une qualité de crédit comparable. Cela s'est déjà produit par le passé, le plus récent exemple étant celui de 2011 : après une longue période d'évolution parallèle, les *bank loans* ont adopté une tendance dissociée de celle des obligations *high yield* quand les investisseurs « crossover » (exposés à plusieurs étapes du cycle de crédit d'un même émetteur) ont décidé de vendre leurs positions sur les *bank loans* avant celles sur le haut rendement pendant une phase de volatilité. Naturellement, les *bank loans* avaient ensuite nettement sous-performé les obligations *high yield*.

La volatilité, source d'opportunités

Corrélations mises à part, nous prévoyons des phases de volatilité élevée sur le marché des *bank loans* l'année prochaine. Les raisons ne manqueront pas : événements politiques inattendus comme l'avait été le vote en faveur du Brexit, déceptions dans le secteur des matières premières, ou encore conséquences fortuites de l'inflexion des politiques monétaires sont autant d'éléments qui peuvent secouer la classe d'actifs, isolément ou plus probablement ensemble.

À vrai dire, nous pensons que ce type d'épisode participe au fonctionnement sain d'un marché, car les longues périodes de calme ont tendance à favoriser des comportements complaisants vis-à-vis du risque. De plus, sans mouvements de marché éphémères, il serait beaucoup plus difficile d'atteindre nos objectifs stratégiques étant donné la hausse des valorisations des *bank loans* cette année. Nous considérons donc la volatilité non pas comme un désagrément à éviter, mais plutôt comme une source essentielle d'opportunités nous aidant à poursuivre notre stratégie à plus long terme.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

Gestion alternative



David C. Saunders
Founding Managing Director
K2 Advisors



Brooks Ritchey
Head of Portfolio Construction
K2 Advisors



Robert Christian
Head of Investment Research
K2 Advisors

Perspectives 2017:

« Selon nous, le contexte de marché va continuer à s'améliorer et devenir favorable au potentiel de performance des stratégies alternatives en 2017, du fait d'une normalisation de la volatilité, toujours assez faible, et des taux d'intérêt, qui restent encore très bas. »

Stratégies Long Short Equity : Historiquement, l'intensification de la volatilité et la hausse des taux d'intérêt sont créatrices d'opportunités

Avec la remontée des taux d'intérêt dans les pays développés, qui devrait selon nous se poursuivre au cours de six prochains mois, nous pensons que l'impact positif des politiques d'assouplissement quantitatif - lancées il y a près de huit ans - va progressivement diminuer.

Dans un contexte de hausse des taux, les entreprises aux fondamentaux fragiles ont tendance à souffrir car elles ne peuvent plus profiter de la faiblesse des taux pour financer leurs opérations. Cette situation se traduit souvent par une dégradation de leurs performances opérationnelles et par une dispersion accrue des cours entre ces sociétés fragiles et les groupes aux fondamentaux plus robustes.

Les gérants de stratégies alternatives capables d'évaluer précisément les fondamentaux des entreprises peuvent ainsi faire un tri efficace entre les « gagnants » et les « perdants ». C'est précisément ce qui s'est passé au 3ème trimestre : de nombreux gérants long short equity ont su exploiter la saison des résultats au cours de laquelle les titres ont évolué essentiellement en fonction de leur profil intrinsèque.

Nous constatons également depuis peu une divergence croissante entre les meilleurs et les moins bons élèves de l'indice S&P 500.

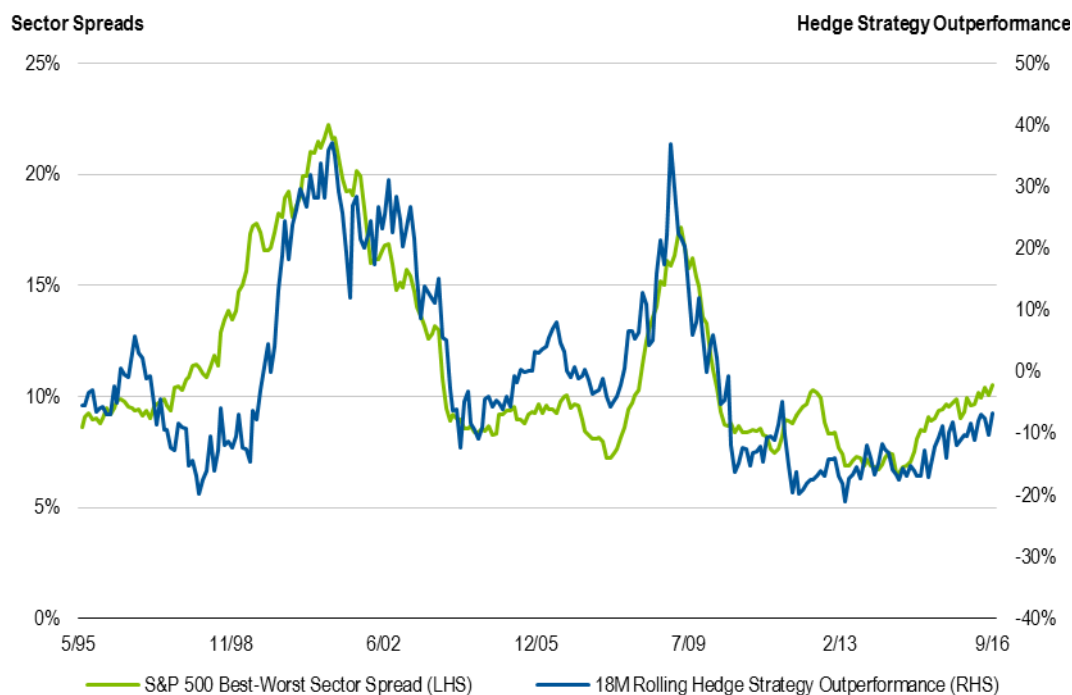
Historiquement, cette tendance a souvent été propice aux performances des stratégies alternatives investies en actions américaines, en particulier pour les gérants long short equity.

Nous nous attendons à une augmentation de la volatilité au cours des six prochains mois en raison des incertitudes liées à la santé de l'économie mondiale, au rythme du relèvement des taux d'intérêt américains, à la trajectoire du Brexit (la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne décidée par référendum) et à la solidité des établissements financiers européens. Nous tablons également sur un accroissement de la volatilité sur les marchés. Les incertitudes seront exacerbées par d'autres facteurs, comme les difficultés des entreprises figurant dans les indices actions internationaux en matière de bénéfiques, les ratios cours/bénéfices¹ proches d'un pic sur 12 ans en cette fin d'année 2016 et, enfin, les fluctuations de devises.

Dans l'ensemble, l'augmentation de la volatilité et de la dispersion va créer un environnement propice aux stratégies long short equity, en particulier celles affichant une faible exposition nette, ou aux stratégies décorréliées.

L'augmentation de l'écart de performance* entre les secteurs de l'indice S&P 500 augure un bon potentiel de performance pour les stratégies de hedge funds

Écart entre les meilleurs et les moins bons secteurs du S&P 500 et performance relative des stratégies alternatives
Mai 1995–Septembre 2016



*Cet écart représente le différentiel de performance entre les meilleurs et les moins bons secteurs du S&P 500. Plus cet écart est grand (signe de dispersion entre secteurs), plus le marché s'intéresse aux fondamentaux ou aux caractéristiques de chaque secteur.

Source : Bloomberg et K2 Analysis. Données au 30/09/2016. **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.** Les performances des stratégies alternatives sont comparées à l'indice S&P 500. Mentions et conditions importantes du fournisseur de données disponibles sur www.franklintempletondatasources.com.

Stratégies Corporate Credit/Relative Value : La volatilité des obligations a été relativement faible en 2016, ce qui est favorable aux gérants spécialisés dans l'arbitrage de volatilité

Malgré les très nombreuses incertitudes que doivent affronter les investisseurs en actions, les volatilités implicites et réalisées étaient toujours faibles au début du 4^{ème} trimestre 2016.

Toutefois, lorsque nous avons analysé les prix élevés des protections via options de vente et sur la volatilité à long terme (deux indicateurs caractérisant un niveau de couverture élevé de la part des investisseurs), nous avons constaté un malaise évident chez les intervenants de marché. Renforcées par le caractère très accommodant des politiques monétaires et les achats des gérants systématiques, ces pressions techniques ont biaisé les prix de la volatilité, ce qui constitue une tendance favorable aux gérants spécialisés dans l'arbitrage de volatilité.

D'autres facteurs se sont répercutés sur les instruments sensibles à la volatilité, comme les obligations convertibles, largement prisées par les investisseurs en 2016 du fait de leur rendement positif et de leur profil long en volatilité. De notre point de vue, compte tenu du très faible niveau de liquidité (à l'exception des grands indices),

les prix des titres des petits émetteurs vont rester inefficients, ce qui sera source à la fois d'opportunités et de risque potentiel. Les gérants spécialisés dans l'arbitrage de produits de taux seront sûrement confrontés aux mêmes facteurs que les autres sous-stratégies. Mais à terme, nous sommes inquiets de l'impact potentiellement négatif de la dépendance marquée de cette stratégie au levier financier et de sa sensibilité aux mesures des banques centrales.

Stratégies Event-Driven : L'atonie de la croissance dans les marchés développés devrait soutenir l'activité de fusions-acquisitions

Même s'il est peu probable que l'activité de fusions-acquisitions atteigne en 2017 un niveau aussi élevé qu'en 2016, les opportunités devraient rester nombreuses car les trésoreries des entreprises restent abondantes et ces dernières sont nombreuses à prendre des mesures pour renforcer leur création de valeur. Dans un contexte marqué par une croissance lente, il sera sûrement difficile pour les entreprises d'accroître leur bénéfice par action sans procéder à des acquisitions. Pour cela, elles pourraient continuer à bénéficier de la faiblesse persistante des taux d'intérêt et des nouvelles mesures accommodantes que pourraient prendre les banques centrales mondiales.

Selon nous, les gérants activistes vont continuer à cibler des entreprises mal gérées, mais les solutions « opportunistes » (comme les rachats d'actions) vont probablement jouer un rôle moins important. Les gérants activistes ont besoin de plus de temps pour que leurs stratégies portent leurs fruits s'ils adoptent une approche de restructuration, par rapport à de l'ingénierie financière.

Stratégies Global Macro : La croissance économique est source d'opportunités sur les marchés émergents

Les stratégies global macro vont continuer à profiter de nombreuses opportunités sur les marchés émergents. Les conditions techniques et les fondamentaux seront favorables aux positions longues sur les marchés émergents, en particulier au Brésil, en Argentine et au Venezuela.

Sur les marchés développés, le potentiel de croissance économique et les mesures potentielles des banques centrales resteront sources d'incertitudes. Cet environnement devrait donner du fil à retordre aux gérants global macro discrétionnaires. Cependant, la contraction potentielle de l'économie britannique liée à la sortie du pays de l'Union européenne pourrait aussi offrir des opportunités. Ces incertitudes seront donc probablement négatives pour les gérants global macro discrétionnaires, mais la volatilité qui pourrait en découler dans toutes les classes d'actifs sera favorable aux gérants global macro systématiques. En outre, les gérants systématiques dont l'approche repose sur l'analyse des fondamentaux pourraient bénéficier de l'amélioration continue de l'environnement de la gestion *value*.

Enfin, à l'heure où nous écrivons en ce mois de novembre 2016, Donald Trump vient d'être élu président des États-Unis. Sur les marchés financiers internationaux, la première réaction a été une envolée de la volatilité. Cela n'a pas empêché les actions américaines de s'inscrire en forte hausse au cours des jours qui ont suivi et l'indice Dow Jones Industrial Average d'atteindre un nouveau record. Les prix des bons du Trésor américain ont d'abord commencé par baisser fortement car les intervenants ont pris en compte l'éventualité d'une augmentation des dépenses budgétaires par le nouveau président et donc d'une hausse de l'inflation. Reste donc à savoir comment la situation va évoluer sur ce point. A première vue, comme les Républicains contrôlent le Sénat et la Chambre des Représentants, cette perspective pourrait entraîner une accélération de la croissance économique américaine.

Nous rappelons à nos lecteurs que beaucoup de choses dépendront de l'évolution de la situation dans les mois qui viennent. Nous et les gérants de stratégies que nous utilisons restons vigilants et cherchons à évaluer en détail les conséquences sur nos investissements.

1. Le ratio cours/bénéfices (PER) d'un titre individuel est le rapport entre son cours de bourse et le bénéfice par action de l'entreprise concernée.

Multi-Asset



Matthias Hoppe CFA
Portfolio Manager
Franklin Templeton Solutions

Perspectives 2017:

« En cette fin 2016, beaucoup de classes d'actifs souvent privilégiées par les investisseurs Absolute Return nous paraissent onéreuses et les instruments qui permettent habituellement de se diversifier semblent moins efficaces compte tenu des faibles rendements des actifs assimilables à des obligations. Nous anticipons une période de volatilité et d'incertitudes accrues sur les marchés. »

En cette fin d'année riche en événements et en surprises sur le plan politique, les marchés financiers sont étrangement calmes. Trop calmes pour nous.

La situation devrait évoluer l'année prochaine. Notre analyse montre que les indicateurs de la volatilité attendue continuent d'afficher des niveaux étonnamment faibles compte tenu de toutes les sources d'inquiétudes : incertitudes économiques évidentes partout, contradiction apparente entre la morosité de la croissance mondiale et les valorisations élevées des marchés actions en novembre 2016, et signes d'inflation naissante (du moins aux États-Unis) alors que le rendement de nombreuses obligations souveraines mondiales est faible ou nul.

Dans le cadre de la gestion des stratégies de performance absolue de Franklin Templeton Solutions, nous gardons toujours à l'esprit l'impact que les évolutions du contexte économique peuvent avoir sur nos investissements et nous restons à l'affût de moyens appropriés pour créer de la valeur dans les périodes où la volatilité est susceptible de s'accroître. En cette fin 2016, beaucoup de classes d'actifs souvent privilégiées par les investisseurs Absolute Return nous paraissent onéreuses et les instruments qui permettent habituellement de se diversifier semblent moins efficaces compte tenu des faibles rendements des actifs assimilables à des obligations. Par conséquent, quand nous construisons nos stratégies de performance absolue, nous devons faire attention à « l'expérience des investisseurs ». 2017 pourrait être une année plus mouvementée que prévu.

Quels sont les défis à l'horizon en 2017 et d'où les difficultés pourraient-elles venir ?

L'inflation n'a pas été très préoccupante ces dernières années, mais elle pourrait entraîner plus de volatilité sur les marchés l'an prochain. Alors que les effets du repli des prix de l'énergie n'apparaîtront plus dans les mesures annuelles de l'inflation début 2017 et que l'influence déflationniste de la croissance modeste du commerce mondial commence à se dissiper, nous pensons que la hausse des prix va redevenir l'une des préoccupations majeures des investisseurs. La Réserve fédérale américaine devrait légèrement relever les taux d'intérêt aux États-Unis et les marchés pourraient anticiper une courbe plus pentue qu'en ce moment si les perspectives d'inflation sont moins nettes. En effet, nous ne savons pas quels éléments de la campagne de Donald Trump seront mis en œuvre, et encore moins quelle sera la réaction des économies ou des marchés.

On pourrait s'attendre à ce que le dollar américain s'apprécie avec le durcissement monétaire, surtout si parallèlement la croissance est raisonnablement solide. Toutefois, le marché du travail américain est déjà tendu : Le chômage est passé en-dessous de 5 %, soit la moitié de son niveau de 2010, et les salaires sont en hausse, ce qui pourrait bientôt exercer plus de pression sur les résultats des entreprises et donner naissance à une bulle inflationniste contre-productive. De plus, toute vigueur marquée du dollar américain pourrait exporter non seulement de l'inflation mais aussi une phase d'incertitudes accrues et de volatilité boursière dans le reste du monde.

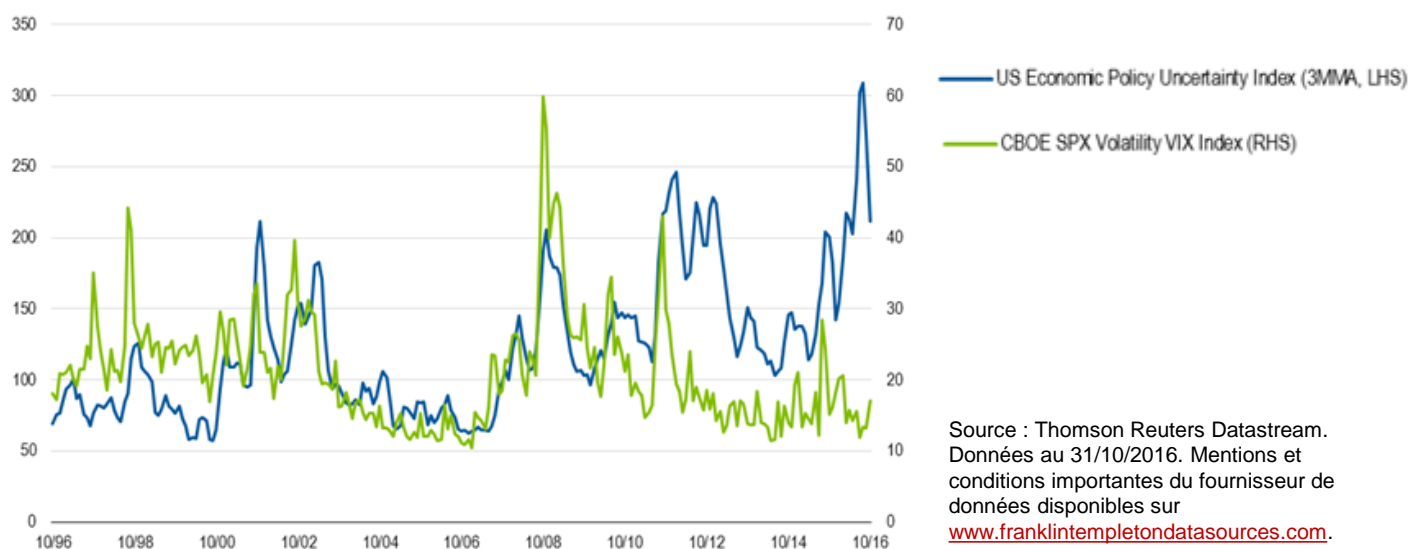
Ces conditions pourraient compromettre les objectifs d'inflation de la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, ou les pousser à modifier leur politique. De quoi envenimer le débat déjà tendu sur l'efficacité des taux d'intérêt extrêmement bas et des outils de politique non conventionnelle. De plus, l'Europe risque elle-même d'alimenter l'incertitude politique, car des élections seront organisées en 2017 dans des pays qui représentent près de 90 % du produit intérieur brut de la zone euro. Ce contexte va probablement entraîner une pentification de la courbe des taux dans les pays développés. Une inversion des flux de fonds qui ont soutenu les actifs des marchés émergents est également envisageable, du moins pendant un certain temps. Mais d'après nos modèles, l'un des actifs les plus surévalués en ce moment est le marché des obligations d'entreprise à haut rendement. Toute inversion de la « quête de rendement » qui a fait grimper les valorisations de cette classe d'actifs à des niveaux aussi élevés (en novembre 2016) entraînerait certainement une correction marquée des prix et une quête de « valeurs refuges ».

Pas le moment de jouer les héros

Lorsque depuis le rivage vous regardez les vagues s'écraser sur les rochers, avez-vous envie de plonger ? Si vous êtes sur une petite embarcation, allez-vous chercher un lieu où vous mettre en sécurité ? Quand nous recherchons des sources de performance moins corrélées avec l'orientation des marchés boursiers, nous restons optimistes à l'égard des investissements à long terme, qui exploitent les biais répétés et persistants des investisseurs. Selon notre analyse, les investissements dans les « primes de risques » qui bénéficient de schémas comportementaux en termes de performance relative (par exemple le biais poussant généralement à sous-ponderer les actions de qualité) peuvent compléter de façon intéressante nos portefeuilles.

Incertitude élevée entourant la politique américaine, mais la volatilité implicite du marché reflète un niveau de confiance excessif

Indice de l'incertitude de la politique américaine et indice VIX (volatilité implicite de l'indice S&P 500)
Octobre 1996 - octobre 2016



Nous n'avons pas d'opinion particulièrement négative à l'égard des actions, même si nous pensons que leur potentiel de performance n'est pas très intéressant. Toutefois, compte tenu du rendement actuellement modeste de nombreuses obligations des marchés développés, le rendement du dividende des actions nous paraît plus intéressant. L'une des stratégies que nous continuons de privilégier, alors que nous cherchons toujours des façons de gérer le risque et de capter un potentiel de performance intéressant, consiste à investir dans certains marchés actions mondiaux et à gérer activement un programme d'overlay de dérivés.

Un tel overlay peut capter du revenu supplémentaire en vendant des options d'achat, abandonnant ainsi une partie des gains potentiels que nous n'anticipons pas. Nous pouvons utiliser une partie de ce revenu pour acquérir une protection contre un repli marqué des marchés ou une hausse de la volatilité anticipée.

Adopter une approche rationnelle pour la construction de portefeuilles

Investir comporte toujours des risques. Nous savons qu'une croissance économique plus solide et qu'une hausse de l'appétence au risque des participants de marché ont tendance à peser sur nos stratégies défensives et que nous pourrions manquer des occasions de tirer parti de l'appréciation des actifs de croissance. Toutefois, grâce à une construction de portefeuille rationnelle et une philosophie qui tente de « gagner en ne perdant pas », nous abordons 2017 en toute confiance quant à nos chances de générer un potentiel de performance supplémentaire, quelles que soient les difficultés auxquelles nous pourrions être confrontés.

INFORMATIONS LEGALES IMPORTANTES

Le présent document est un document à caractère purement informatif, et ne saurait être considéré comme du conseil juridique ou fiscal ou comme une offre d'achat d'actions ou une sollicitation pour l'acquisition d'actions de SICAV de droit luxembourgeois du groupe Franklin Templeton. Rien dans le présent document ne doit être interprété comme du conseil en investissement.

Lors de la collecte des informations contenues dans ce document, Franklin Templeton Investments a procédé avec diligence et professionnalisme. Toutefois, des données provenant de sources tierces ont pu être utilisées dans la préparation du présent document et Franklin Templeton n'a pas vérifié, validé ou audité ces données.

Les opinions exprimées dans le document sont celle de leur auteur, à la date de publication, et peuvent être modifiées sans préavis.

Les éléments de recherche et d'analyse contenus dans le présent document ont été obtenus par Franklin Templeton Investments pour ses besoins propres, et ne vous sont communiqués qu'à titre indicatif. Franklin Templeton Investments ne saurait être tenu responsable vis-à-vis des utilisateurs de ce document, ou vis-à-vis de toute autre personne ou entité, en raison de l'inexactitude des informations contenues dans ce document, ou des erreurs et/ou omissions, quelle que soit la cause de ces inexactitudes, erreurs ou omissions.

Ceci est un document à caractère promotionnel émis par Franklin Templeton France SA. – 20, rue de la Paix - 75002 Paris - Tél: +33 (0)1 40 73 86 00 / Fax: +33 (0)140 73 86 10

Pour plus d'informations, veuillez consulter notre site www.franklintempleton.fr



Pour plus d'informations, veuillez vous rendre sur notre site www.franklintempleton.fr